

信用等级公告

联合〔2020〕427号

联合资信评估有限公司通过对中国中煤能源股份有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据进行综合分析和评估，确定中国中煤能源股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，中国中煤能源股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年三月三日



中国中煤能源股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 20 亿元, 其中品种一、品种二初始发行规模均为 10 亿元, 两个品种间可进行双向回拨

本期中期票据期限: 品种一期限 5 年、品种二期限 7 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

募集资金用途: 偿还公司有息债务

评级时间: 2020 年 3 月 3 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
联合资信评估有限公司煤炭企业信用评级方法	V3.0.201907
联合资信评估有限公司煤炭企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评级内容	评级结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	5
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	1
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点:

中国中煤能源股份有限公司 (以下简称“公司”或“中煤能源”) 作为国务院国资委下属大型煤炭企业, 在资源储备、煤质煤种、经营规模及政策支持等方面具备很强的竞争优势, 受益于煤炭价格回升、公司产业结构调整和煤化工业务良好的成本控制能力, 近年来公司营业收入和利润总额不断增加, 盈利能力持续增强。同时联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 关注到公司以煤炭和煤化工业务为主业, 主要产品价格受行业政策和景气度影响较大等因素对其信用水平产生的不利影响。

随着煤炭行业去产能的深入推进, 行业产能过剩现象得到缓解, 同时行业内部的兼并重组有利于大型煤炭企业提高市场占有率, 增强自身的抗风险能力; 随着公司煤-电-化产业链条的逐步完善, 公司综合竞争力得到进一步提升, 联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低, 安全性极高。

优势:

1. 公司作为大型国有煤炭企业, 在股东支持、资源获取、政策支持等方面具有明显优势, 在煤炭资源储量、产量和开采技术等方面居领先水平, 规模优势突出。
2. 公司近年来调整优化产业结构, 煤化工产业装置运行水平、主要经济技术指标保持国际领先水平, 与煤炭产业协同作用明显, 抵抗市场风险能力增强。
3. 公司债务负担合理, 近年来营业收入和利润总额持续增长, 总体盈利能力和经营获现能力不断增强。
4. 公司经营活动现金流及 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

关注

1. 公司以煤炭和煤化工业务为主业, 主要产品价格受行业政策和景气度影响较大。
2. 公司在建拟建项目投资规模较大, 未来公司可能存在一定的资本支出压力。

分析师：唐 岩 尹金泽

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
现金类资产（亿元）	220.94	278.59	338.50	388.55
资产总额（亿元）	2418.87	2519.23	2646.58	2766.79
所有者权益（亿元）	1019.88	1064.04	1106.82	1191.91
短期债务（亿元）	287.81	274.12	283.09	452.88
长期债务（亿元）	693.97	715.01	732.28	578.41
全部债务（亿元）	981.78	989.13	1015.37	1031.28
营业收入（亿元）	606.64	815.13	1041.40	942.39
利润总额（亿元）	33.73	58.96	87.92	116.61
EBITDA（亿元）	140.09	165.26	205.74	--
经营性净现金流（亿元）	120.69	175.52	204.14	169.06
营业利润率（%）	30.36	28.82	25.52	27.62
净资产收益率（%）	2.88	3.94	5.63	--
资产负债率（%）	57.84	57.76	58.18	56.92
全部债务资本化比率（%）	49.05	48.18	47.85	46.39
流动比率（%）	72.56	77.31	80.23	73.33
经营现金流动负债比（%）	19.65	27.37	29.54	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.44	3.19	3.82	--
全部债务/EBITDA（倍）	7.01	5.99	4.94	--

公司本部（母公司）口径

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1381.63	1372.08	1440.97	1447.22
所有者权益（亿元）	744.86	746.87	752.21	745.66
全部债务（亿元）	475.19	504.82	595.97	646.52
营业收入（亿元）	352.17	376.03	339.11	269.04
利润总额（亿元）	-0.96	2.13	12.20	2.80
资产负债率（%）	46.09	45.57	47.80	48.48
全部债务资本化比率（%）	38.95	40.33	44.21	46.44
流动比率（%）	102.24	124.15	146.16	71.77
经营现金流动负债比（%）	7.66	6.90	-1.69	--

注：2019 年前三季度财务报表未经审计；其他流动负债中的有息部分计入短期债务；2016 和 2017 年度财务数据采用相应下一年度财务报告期初数据

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/6/18	唐岩、尹金泽	煤炭企业信用评级方法	阅读全文
AAA	稳定	2011/7/5	丁继平、肖雪	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由中国中煤能源股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

中国中煤能源股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”或“公司”）是中国中煤能源集团有限公司（以下简称“中煤集团”）于 2006 年 8 月 22 日根据《公司法》独家发起设立的股份制公司，原始总股本 80 亿元。2006 年 12 月公司在香港 H 股上市（股票代码：1898.HK），中煤集团将其绝大部分煤炭业务、焦化业务、煤矿机械装备制造业务等转让给公司，换取公司 68.25% 的股份，并将公司剩余 31.75% 的股份公开发售，此次发行后公司总股本增至 117.33 亿元。2008 年 2 月，公司回归 A 股（股票代码：601898.SH），发行后总股本增至 132.59 亿元。截至 2019 年 9 月底，公司总股本为 132.59 亿元，中煤集团持有公司 57.36% 的股份，为公司第一大股东，国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）为公司实际控制人。公司目前主营业务包括煤炭生产和贸易、煤化工、煤矿装备制造及相关服务以及坑口发电等。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 2646.58 亿元，所有者权益合计 1106.82 亿元（含少数股东权益 185.40 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1041.40 亿元，利润总额 87.92 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2766.79 亿元，所有者权益合计 1191.91 亿元（含少数股东权益 215.70 亿元）；2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 942.39 亿元，利润总额 116.61 亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区黄寺大街1号；法定代表人：李廷江。

二、本期中期票据概况

公司于本期注册额度为 50 亿元的中期票据，并拟发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），本期中期票据共分两个品种发行，发行金额合计 20 亿元。其中，品种一初始发行金额 10 亿元，发行期限 5 年；品种二初始发行金额 10 亿元，发行期限 7 年。两个品种间可进行双向回拨。本期中期票据按年付息，到期一次还本。本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

表 1 2016—2019 年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年
GDP (万亿元)	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速 (%)	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.4
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率 (%)	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率

4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速

5. 城镇登记失业率为期末值

资料来源：国家统计局、Wind

2019 年 1—6 月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019 年 1—6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.8 万亿元和 12.4 万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6 万亿元）较上年同期（7261 亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019 年 1—6 月，中国国内生产总值 45.1 万亿元，同比实际增长 6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI 温和上涨；PPI 和 PPIRM 基本平稳；就业形势总体稳定。

2019 年 1—6 月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主

要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019 年 1—6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.9 万亿元，同比增长 5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资 18.0 万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。全国基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。

2019年1—6月，中国货物贸易进出口总值14.7万亿元，同比增速（3.9%）较1—3月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了38.9个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和设备制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相

对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速在6.2%左右。

四、行业分析

（一）煤炭采选业

1. 行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到66%，大幅高于30.06%的世界平均水平。

“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著。

目前中国是世界上最大的煤炭消费国，未来世界煤炭需求增量也将主要来自中国。在今后可预见的相当一段周期内，中国能源消费领域中，石油及其他新兴能源对煤炭的替代性很弱，导致中国的能源消费将继续保持对煤炭的绝对依赖性。

资源分布

中国煤炭资源分布的基本特点为：北富南贫，西多东少，除上海以外其它各省区均有分布，但分布极不均衡。在中国北方的大兴安岭-太行山、贺兰山之间的地区，地理范围包括山西、内蒙古、陕西、河南、甘肃、宁夏省区的全部或大部，是中国煤炭资源集中分布的地区，其基础储量占全国基础储量的68.93%。在中国南方，煤炭资源量主要集中于贵州、云南、四川三省，合计占全国基础储量的7.96%。此外，新疆是中国煤炭远景储量最丰富的地区，目前该地区勘探程度较

低，其基础储量占全国的 6.63%。

中国煤炭资源种类丰富，但优质焦煤及无烟煤相对稀缺。已探明储量中，烟煤占 73.73%、无烟煤占 7.92%、褐煤占 6.81%、未分类煤种占 11.90%。烟煤中，不粘煤占 25.53%，长焰煤占 21.59%；焦煤、肥煤、气煤、瘦煤等炼焦煤种合计占 20.43%，其中，焦煤、肥煤等优质炼焦煤合计占 7.97%。

行业供需

从行业供需格局角度看，中国煤炭市场供需格局同时受煤炭生产、煤炭消费、进出口及社会库存等因素影响。2002—2008 年，中国煤炭供求整体呈供需紧平衡状态。2009 年起，受金融危机影响，大量国际煤炭转向中国，煤炭进口量呈现爆发式增长，中国首次成为煤炭净进口国，中国煤炭年度总供给首次高于年度总需求，过剩供给逐步向社会库存转化。随着国内煤炭产量及进口煤炭的持续增长，下游社会库存逐步饱和，中国煤炭供给过剩快速扩大。截至 2015 年底，全国煤矿产能总规模为 57 亿吨。其中，有超过 8 亿吨为未经核准的违规产能，而正常生产及改造的产能为 39 亿吨，同期新建及扩产的产能为 14.96 亿吨。而根据国家统计局公布的 2015 年煤炭消费量 39.70 亿吨计算，可以大致了解 2015 年中国煤炭产能过剩 17.30 亿吨。随着 2016 年以来国家去产能政策的逐步推进，煤炭供求矛盾逐步得到缓解。

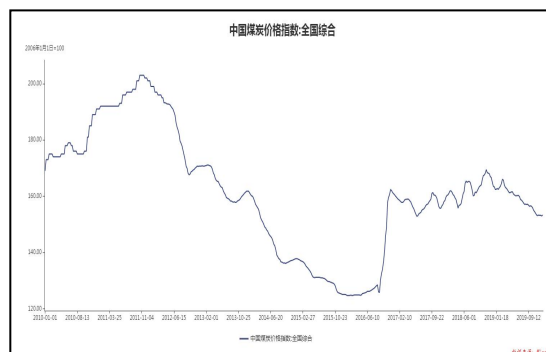
煤炭价格

从商品煤下游用途来看，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。

历史上，中国煤炭价格曾经长期实行价格双轨制，存在“市场煤”和“计划煤”两种定价机制，并在一定程度上导致了 20 世纪

90 年代后期煤炭行业全行业亏损。随着中国加入 WTO，煤炭价格管制逐步放开，供求关系对煤炭价格的主导作用逐步体现，由此催生了 2002-2011 年行业的“黄金十年”，并于 2011 年四季度达到历史高点。随着国内煤炭供需格局出现逆转，在下游需求增速减缓，新增产能持续维持高位的双重冲击下，煤炭价格步入深度调整阶段。

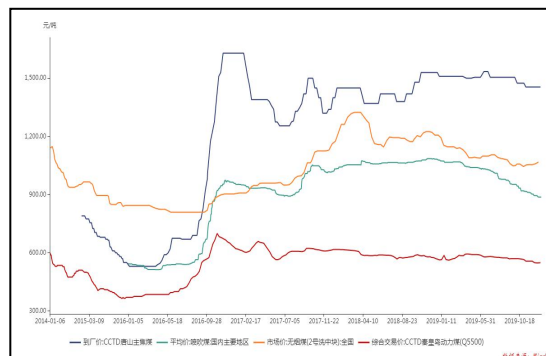
图 1 煤炭价格指数



资料来源：Wind

自 2013 年以来，煤炭价格持续下滑，至 2015 年底，煤炭价格降至历史低点。据 WIND 资讯统计，截至 2015 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价（Q5500k）、CCTD 唐山主焦煤、无烟煤（2 号洗中块）、喷吹煤平均价（国内主要地区）的价格分别为 370 元/吨、550 元/吨、844 元/吨和 545 元/吨。

图 2 近年国内主要煤炭品种价格走势



资料来源：Wind

进入 2016 年以后，受益于煤炭行业去产能政策推进以及煤炭下游需求在 2016 年下半年有所回暖，煤炭行情大幅复苏，截至 2016 年 12 月 31 日，CCTD 秦皇岛动力煤综合交易价

(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为629元/吨、1630元/吨、903元/吨和962元/吨,分别较2015年底大幅增长70.00%、196.36%、6.99%和76.51%。

2017年煤炭价格整体波动较大。2017年上半年,受330工作日制度恢复后煤炭产量提升、煤炭下游需求季节性波动及市场回调预期强烈影响,除需求端支撑力度较好的无烟煤价格仍有上涨外,动力煤、炼焦煤、喷吹煤价格整体小幅下降,截至2017年6月12日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为565元/吨、1255元/吨、1163元/吨和901元/吨。进入2017年下半年,受煤炭需求增速超预期、主产区安全检查、产能置换滞后、铁路运力局部紧张等多重因素影响,煤炭供需关系持续呈现紧平衡状态,煤炭产品价格持续高位运行,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)长期在高于600元/吨的红色区域,无烟煤产品更是受益于需求旺盛及朝鲜进口煤限制措施,价格出现快速上涨。2017—2018年采暖季,由于环保和安全等因素,煤矿限产限量情况较多,同时叠加下游火电需求旺盛及部分下游企业冬储需求增加等季节性因素影响,煤炭各品种价格总体仍呈现持续上升的趋势,截至2018年3月12日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为611元/吨、1450元/吨、1324元/吨和1054元/吨,均较2017年6月份的价格有所上涨。

2018年煤炭先进产能加快释放,供需紧平衡态势有所缓解,煤炭价格波动趋缓,动力煤价格中枢有所下移。针对2017年以来煤价高位运行且大幅波动的态势,发改委相继出台《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放、促进落后产能有序退出的

通知》、《关于做好2018年迎峰度夏期间煤电油气运保障工作的通知》等措施稳定煤炭价格,受益于保供措施延续、先进产能加快释放、铁路运力有所保障、长协煤履约率提高等因素,煤炭供需形势趋于相对平衡,煤价波动趋缓,动力煤价格中枢已下移至绿色区域(500元/吨—570元/吨)上边界附近。截至2018年12月3日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为580元/吨、1530元/吨、1225元/吨和1086元/吨。

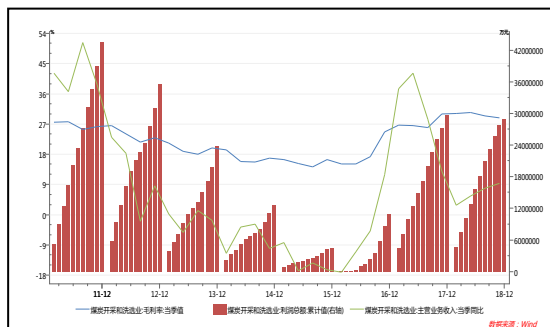
2019年,随着去产能接近尾声以及先进产能的加速释放,全年煤炭价格中枢稳中下降,截至2019年12月20日,CCTD秦皇岛动力煤综合交易价(Q5500k)、CCTD唐山主焦煤、无烟煤(2号洗中块)、喷吹煤平均价(国内主要地区)的价格分别为549元/吨、1455元/吨、1068.30元/吨和887元/吨,较年初分别下降2.83%、3.64%、10.53%和17.41%。

行业经济效益

煤炭行业属于重资产行业,固定成本占比高导致煤炭行业经营杠杆大,中国煤炭行业利润总额波动幅度明显大于主营业务收入波动幅度。主要煤炭产品属于标准化,同质化的产品,同时煤炭生产成本调节空间较为有限,煤炭市场价格成为影响行业经济效益的主要因素。2012年以来,中国煤炭价格出现快速下降,中国煤炭行业主营业务收入由2012年一季度的单季同比增长38.69%下降至2014年一季度的单季同比下降11.49%,从二季度开始,煤炭行业单季主营业务收入降幅有所收窄;同时,煤炭价格下降导致煤炭行业毛利率持续下降。在煤炭行业收入下降和盈利弱化背景下,煤炭行业利润总额同比大幅下降。从煤炭发债企业2015年的财务报表看,大中型企业基本处于亏损(微利)状态。而受益于2016年煤炭价格的大幅回升,煤炭企业的盈利水平大幅改善,从煤炭发债企业

2016年年报的财务数据看，大中型企业已基本实现扭亏。2017年—2018年，受益于煤炭价格持续高位震荡影响，煤炭企业整体盈利水平显著提升。

图3 近年中国煤炭行业收入、毛利率、利润总额情况



资料来源：Wind

受煤炭销售价格下滑影响，2019年以来煤炭行业利润总额同比增速出现下滑。2019年1—10月，煤炭行业实现利润总额2418.50亿元，同比下降2.10%。

2. 行业关注

环境保护、安全生产压力长期存在

煤炭产能向环境承载力差的晋陕蒙宁地区集中，经济发达的华北、华东地区受采煤沉陷、村庄搬迁影响，产量规模难以增加。截至2011年底，全国开采深度超过1000米的矿井共计39对。随着开采强度的不断增大，中国煤矿开采深度平均每年将增加10至20米，煤矿相对瓦斯涌出量平均每年增加1立方米/吨，高瓦斯矿井的比例在逐渐加大。瓦斯事故由地质条件特别复杂的西南地区向较为复杂的东部、中部和相对简单的中北、西北地区转移。全国范围内，占三分之一产能的煤矿亟需生产安全技术改造，占三分之一产能的煤矿需要逐步淘汰，重特重大事故尚未得到有效遏制，行业性安全生产压力仍将长期存在。2019年以来煤炭行业安全生产形势较为严峻。据中国煤炭安全生产网披露，2019年上半年，全国煤矿企业共发生安全生产事故66起，共造成103人死亡。2019年7月以

来，四川、贵州、河北等地接连发生3起较大瓦斯爆炸事故及1起较大冲击地压事故。

运输瓶颈长期制约产能释放

由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海沿江各省。中国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。跨省区煤炭调运量约占煤炭消耗总量的三分之一，连接产煤区与主要消费区的铁路运力情况对产煤区煤炭产能释放形成一定制约。

去产能政策的推进

根据国家发改委发布的《关于做好2019年重点领域化解过剩产能工作的通知》和《2019年煤炭化解过剩产能工作要点》，2016年以来，煤炭行业累计退出煤炭落后产能8.1亿吨，提前两年完成“十三五”去产能目标任务。未来，煤炭行业的主要政策将在优化存量资源配置，稳固去产能成果，提高行业准入门槛和有序释放优质先进产能等方面继续发力。同时深入推进煤电联营、兼并重组、转型升级、优化布局等工作，促进煤炭行业新旧发展动能转换。加强煤炭产供储销体系建设，持续提升供给体系质量，增强能源保障能力。

总体看，随着去产能目标的提前完成，煤炭行业将逐步从系统性去产能转向结构性优化产能，优质产能将得到释放，行业供给端将出现一定程度扩张，降低了煤炭价格大幅上涨的可能性，有利于稳定煤炭价格的市场预期。但同时需关注在煤炭行业盈利改善的背景下，煤炭行业落后产能违规重新投产以及先进产能集中释放可能带来的行业产能阶段性过剩以及局部突发安全事故对煤炭供给和煤炭产业可持续发展带来的负面影响。

3. 行业展望

兼并重组深化，行业集中度提升

2012—2015年，受下游需求减缓，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业进入行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速。

根据中国煤炭工业发展研究中心2015年1月23日发布的《煤炭工业发展形势及十三五规划》，“十三五”期间将以建设大型煤炭基地、大型煤炭企业、大型现代化煤矿为主，形成15个亿吨级、15个5000万吨级特大型煤炭企业，煤炭产量占全国75%以上。煤炭企业控制在3000家以内，平均规模提高到150万吨/年以上，加快推进资源整合，加快现代煤炭市场交易体系建设，构建由市场决定的煤炭价格机制，还原煤炭商品属性，鼓励跨区域、跨行业、跨所有制兼并重组。2018年1月5日，国家发改委、财政部、人社部等12个部门联合发布关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见。意见提出到2020年底，争取在全国形成若干个具有较强国际竞争力的亿吨级特大型煤炭企业集团，发展和培育一批现代化煤炭企业集团。

未来，具有资金、技术、规模、产业链优势的煤炭行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升；另外推动煤炭领域国际交流与合作，由过去以煤炭贸易为主向贸易、资源开发、工程承包和技术服务全方位发展。

行业生命周期由成长期逐步进入成熟期

从发达国家历史经验看，在一国完成重化工业产业升级后，能源需求增速将趋势性减缓，在能源消费结构总体稳定的前提下，煤炭需求趋于稳定，行业供给将逐步形成寡头垄断格局。业内大型企业通过产能浮（联）

动调整对冲经济周期外生性冲击，以保障行业相对稳定的盈利水平，煤炭价格将最终回归至理性水平。

中国煤炭行业在经历了十年快速扩张成长期后，正逐步进入行业成熟期，行业格局正在发生不可逆的趋势性变革。随着大集团、大基地的建成，业内大型企业经营优势进一步固化，有助于行业供给的合理调配，强化行业宏观调控的时效性和有效性，对熨平行业波动起到积极作用。大型企业之间的竞争将由经营规模驱动转向运营质量驱动。

在行业转型期，业内企业信用基本面逐步分化，各大煤炭基地的龙头企业将持续获得重点支持，再融资渠道稳定，资金调配能力相对突出，有助于稳定生产和持续经营，管理体制高效、资源禀赋优良、技术水平先进、产业链配套完善的大型企业将进一步强化其竞争优势，为其参与未来行业成熟期的行业竞争打下良好基础。

相对而言，部分生产成本低、运输距离远、外部支持力度弱、融资渠道有限的中小型煤炭企业，流动性压力持续上升，债务期限错配等因素可能加剧信用风险集中爆发。

总体看，受去产能政策的有利调控及下游需求端的逐步复苏，2016年下半年以来煤炭行业景气度反弹明显，大中型煤炭企业的盈利能力恢复明显。同时，联合资信也关注到煤炭未来下游需求或存在波动，国家经济正步入“新常态”阶段及国家正逐步调整能源结构这一背景下，煤炭行业景气度或存在波动。但随着煤炭行业的进一步整合、行业准入门槛的提升以及煤炭行业去产能成果的不断稳固，煤炭行业将愈发趋于稳定。

（二）煤化工行业

近年来，中国煤化工产业快速发展，主要产品产能、产量保持世界第一。传统煤化工以煤焦化、煤制尿素和甲醇为主；新型煤化工产业主要包括煤制烯烃、煤制油和煤制

天然气等。煤化工行业的特点主要有技术密集型、资本密集型及强周期性。

煤制烯烃

烯烃（聚乙烯和聚丙烯）是重要的基础化工原料，聚乙烯用于工程塑料领域，主要用于制作混合农膜、包装膜、复合薄膜及管材等消耗品；聚丙烯用于工程塑料领域，主要用于制作纺织纤维、纺织膜丝线、编织袋、捆扎绳索、注塑等。

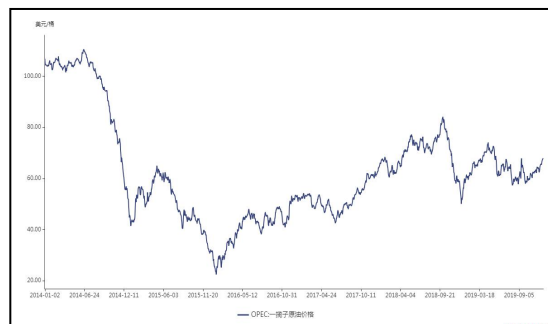
传统制备烯烃的途径是油制烯烃，由于中国富煤少油，石油资源需要大量进口，为提高烯烃自给率，减少烯烃对外依赖度，煤（甲醇）制烯烃的新型煤化工路径逐渐得到国家政策层面的支持。2015年5月国家发改委公布的《石化产业规划布局方案》（发改产业〔2015〕1047号），提出在煤制烯烃7大基地建设的基础上，提升非石油基产品在乙烯和丙烯产量中的比例，通过原料多元化增强中国烯烃工业的国际竞争力。

2010年以来中国煤制烯烃行业发展迅速，2010年中国煤制烯烃产能仅50万吨，2011年突破100万吨，2013年突破200万吨，2014年产能达630万吨，2015年产能达779万吨。2016年至今，煤制烯烃产能延续增长趋势，规划形成了鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东四个现代煤化工产业示范区。据亚化咨询统计，截至2018年9月中旬，中国已投入运行和试车成功的煤（甲醇）制烯烃装置共29套，合计烯烃产能1300万吨/年（不含未投入运行的MTP装置产能）。预计随着后期新项目的投产，中国煤制烯烃产能将会持续增长，2020年煤制烯烃的产能规模或将达到2500万吨/年。

由于煤制烯烃的原料主要是煤炭，煤炭价格的高低对煤制烯烃项目的盈利能力有很大影响，对项目开工率有一定影响。2016年下半年以来，煤炭价格触底回升并维持高位运行，对煤制烯烃产业带来较大的成本控制压力。同时，煤制烯烃面临着油制烯烃的竞

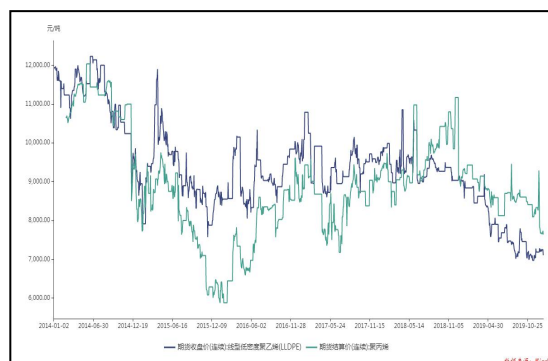
争，油价的波动对烯烃价格的走势有着重要影响。

图4 近年石油价格走势



资料来源：Wind

图5 近期烯烃价格走势



资料来源：Wind

2015—2018年前三季度国际油价处于震荡上升趋势，对烯烃价格形成了支撑。2018年三季度以来，石油价格开始低位震荡运行，加之前期在建烯烃产能释放及新增产能增加的影响，烯烃价格2018年四季度以来出现持续快速下降，目前已降至2018年初水平。

总体看，近年来国内煤制烯烃项目产能不断增加，2015—2018年前三季度石油价格震荡上行，对烯烃价格形成支撑，缓解了原料煤价格上升带给煤制烯烃行业的成本控制压力；但2018年四季度以来受国际油价波动和新建产能释放压力的影响，烯烃价格快速下行，预计煤制烯烃企业的盈利能力在原料煤价格高企和产品价格下滑的背景下未来或面临一定盈利压力。

甲醇

甲醇是一种重要的有机溶剂，广泛用于精细化工、染料工业、制药业等，下游产品

包括甲醛、DMF、甲胺、合成橡胶、醋酸等。甲醇的消费量仅次于乙烯、丙烯和苯，在世界基础有机化工原料中居第四位。甲醇还可用作发电及汽车的动力燃料，以及生产替代能源二甲醚。在金融危机以前，国际能源价格普遍上涨的情况下，甲醇在替代能源方面的作用逐渐受到关注。此外近年来中国甲醇制烯烃规模不断扩大，成为推动甲醇市场健康发展新引擎。以甲醇制烯烃为例，据统计，目前国内外购甲醇制烯烃项目产能已达到496万吨/年，按平均100%负荷率计算，年消耗甲醇约1250万吨，对甲醇需求形成有效支撑。

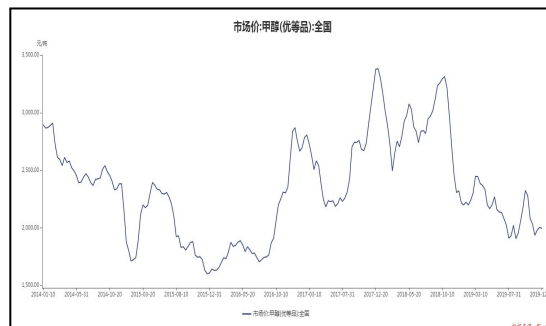
甲醇主要由煤基或天然气基的合成气生产，世界上大约80%的甲醇是以天然气为原料生产，但基于中国的能源结构，国内主要以煤炭为原料。

甲醇产能分布方面，中国甲醇主产地为山东、内蒙古、河南、陕西、山西、河北等省。目前向资源地集中成为中国甲醇产能布局的主导趋势。内蒙古、河南、山西、陕西、重庆等地凭借其资源优势，将成为甲醇生产企业最为青睐的地区；山东、河北等传统的甲醇生产大省，受资源总量和环境容量的制约，产能扩张速度将有所放缓。

2017年全国甲醇产能继续增加，但增速明显放缓，国内总产能达8520万吨/年，年内新增产能在420万吨/年，增速不足5%。据生意社统计，截至2017年12月中旬，甲醇装置开工率均值66.03%、环比上升4.38%，甲醇行业利润增加、行业利润率暂处高位，同时进口数量不及市场预期，为满足国内下游需求，甲醇装置开工率重心明显上移。产量方面，根据国家统计局数据，2017年全年全国精甲醇总产量4528.79万吨，同比增长4.99%，产能产量增速稳定增长。2018年中国共投产8套合计550万吨甲醇装置。从新建甲醇装置的投产进程来看，2018年新增甲醇装置产能460万吨、实际新增甲醇装置产能

292万吨。截至2018年12月20日，中国甲醇总产能在8759万吨左右，其中西北地区在4290万吨左右，而规模在10万吨/年及以上的产能在8402万吨左右。2018年全国甲醇装置开工率月度均值为68.32%，全国精甲醇产量为4756万吨，同比增长5.02%。

图6 甲醇价格走势



资料来源：Wind

受化工行业强周期性传导，甲醇价格表现出一定的周期性波动，2013年上半年受下游需求不振和上游产能扩张影响，甲醇价格出现一波下跌，但下半年以来受港口库存处于低位、烯烃企业采购、气头企业开工缩减等利好因素影响，市场价格持续大幅上扬。2014年以来，由于下游甲醛、醋酸等产品表现不佳，以及宏观经济增速下滑、房地产开工和销售不佳，甲醇价格呈现下行趋势，2014年三季度以后甲醇价格更是受到原油价格大幅下跌的连带影响快速下滑。2015年全年看，上半年甲醇价格波动上升，下半年波动下行，2016年甲醇价格开始持续回升至2013年的价格水平。2017年受煤炭价格上涨、进口数量不及预期、下游煤制烯烃进一步扩产以及天然气、石油等燃料产品价格普涨等因素影响，2017年全国甲醇价格普遍同比上涨。2018年前三季度，国内甲醇价格总体呈高位震荡走势，但进入四季度，甲醇价格受下游烯烃价格下滑、醇基燃料需求不及预期等因素影响，甲醇价格快速下降，截至2018年底，甲醇（优等品）市场价降至2219.20元/吨的年内低点。2019年，甲醇价格呈震荡下行走势，截至2019年12月20日，甲醇（优等品）市场价为1996

元/吨，较年初下降9.22%。

总体看，甲醇为周期性波动行业，近年来国内甲醇产能产量持续增长，下游煤制烯烃产能的不断增长对甲醇需求增长形成支撑。2018年四季度以来，甲醇价格随着烯烃价格下滑而成震荡下行趋势，甲醇生产企业盈利能力面临较大考验。

尿素

尿素属于高浓度氮肥（含氮量46%），是氮肥中最主要的品种之一。天然气、煤炭和石油是工业上生产尿素的三大原料，通常被称为气头、煤头、油头三类。目前采用油头制肥的企业已经较少。现阶段，中国尿素产能中以天然气为原料的约占26%，以煤炭为原料的约占72%（其中传统工艺占比40%左右）。煤头尿素主要在华北等煤资源丰富的地区，气头尿素主要集中在西南天然气丰富地区。由于处于产业链条的下游，在原料资源稀缺的情况下，尿素企业不可避免地对上游产业产生较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素企业竞争力的重要组成部分。2007年以来，国内天然气消费迅速增长，多数气头尿素生产企业由于天然气供应紧张被迫停产检修，进而导致经营业绩出现波动。相比而言，大型煤头尿素生产企业在资源获得、议价能力等方面存在一定天然优势，原料供应保障能力良好

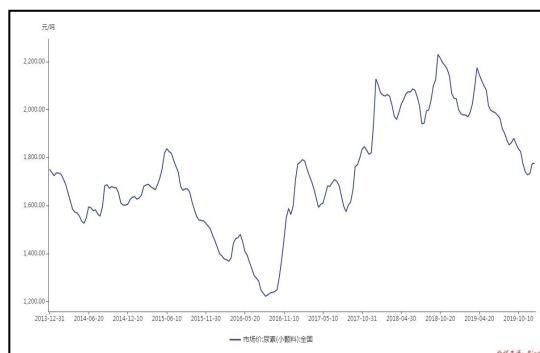
供给方面，近年来，中国尿素行业产能过剩严重，价格处于底部推动行业洗牌，大量高成本企业因亏损停产，逐渐退出市场。2016年下半年开启的以环保督查为核心的供给侧改革推动小散企业退出，过剩产能进一步出清，供需矛盾逐渐扭转。据百川资讯统计，2015—2017年以来，中国尿素产量连续下滑。2017年全年总产量5758万吨，较2016年同比下滑近20%。截至2017年底，全国尿素总产能约7489万吨，扣除停车9个月以上可认为复产无望退出市场的产能，中国尿素有效产能约为7241万吨，其中煤头尿素5446

万吨，气头尿素1795万吨。

中国尿素需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比仅为10%左右）和对外出口，由于国内市场饱和，出口策略是国内尿素企业的通用选择。2010年以来，尿素的表观消费量逐年增长，但中国老旧装置淘汰速度过于缓慢，新装置增加势头正猛，尿素价格持续下行压力大，产能相对过剩状况依然较为严重。2011年起，中国尿素出口量逐年增长，增幅显著，2015年全年，中国尿素出口量为1371.03万吨，随后在国外尿素企业产能扩张和国内尿素企业生产成本上升导致竞争力下降的双重影响下，尿素出口量出现了大幅下降。2016—2018年，尿素出口量分别为885.97万吨、465.00万吨和244.30万吨。

中国农业生产呈小型化、分散化格局，农户对于尿素产品的议价能力较弱，同时各地分销商也由于区域分割的限制，难以形成有效的议价能力。因此，单独从下游产业结构和特点来看，尿素行业对下游产业具有较强的议价和成本传导能力，但受产能过剩、市场竞争激烈等因素影响，尿素行业的议价能力有所削弱。

图7 尿素（小颗粒）价格



资料来源：Wind

2013年4月份至2014年上半年，受气候、科学施肥技术推广等，以及煤价于低位运行等因素影响，尿素价格持续下跌；2014年6月开始，尿素价格有所回升，持续至2015年7月底；2015年下半年，主要受开工率提升影响，

尿素供给增加，价格持续下滑；2016年上半年国内尿素市场呈现涨跌互现现象，但整体低位震荡整理。2016年8月至2017年2月中旬，在上游煤炭价格上涨的带动下，尿素价格开始持续回升；2017年2月中旬—8月中旬以来，尿素价格震荡中有所回落；随后尿素价格开始持续上升。2018年全年尿素价格呈高位震荡走势，截至2018年12月31日，尿素（小颗粒）价格为2045.80元/吨，同比下降3.87%。进入2019年，受农用化肥减少和工业需求萎缩，以及化工行业景气度下行影响，尿素价格总体呈下滑趋势，截至2019年12月20日，尿素（小颗粒）价格为1776.70元/吨，较年初下降11.15%。

总体看，中国尿素行业将持续面临产能过剩带来的行业激烈竞争，从而使生产企业的盈利空间受到一定程度的挤压。大型企业因其成本上的优势将在竞争中处于更加有利的位置，而小型企业则会由于资源和成本方面的瓶颈而面临较大的风险，这也为行业进一步整合，形成健康合理的产业结构提供了契机。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年9月底，中煤集团持有公司57.36%的股份，为公司第一大股东；国务院国资委为公司实际控制人。

2. 企业规模

公司是国有大型煤炭企业，是集煤炭生产和贸易、煤化工、煤矿装备制造、坑口发电等相关工程技术服务业务于一体的大型能源企业。

煤炭业务方面，截至2019年9月底，公司所属煤炭资源保有储量合计233.82亿吨，可采储量138.15亿吨；按照煤种划分，保有储量分别为动力煤195.83亿吨，炼焦煤34.79亿吨，无烟煤3.2亿吨，可采动力煤119.97

亿吨，炼焦煤16.34亿吨，可采无烟煤1.84亿吨。

煤化工业务方面，近年来，公司全力推进结构转型升级，煤化工业务规模逐步扩大。截至2019年9月底，公司聚烯烃产能为120万吨/年，尿素产能为175万吨/年，甲醇产能为60万吨/年。

3. 人员素质

公司董事长、执行董事李延江先生，1982年1月毕业于阜新矿业学院，获学士学位，研究员。曾任中国煤炭国际经济技术合作总公司总经理，中煤建设集团公司董事长、总经理、党委副书记，国家煤炭工业局规划发展司司长，中国煤炭工业进出口集团公司董事、总经理，煤炭科学研究总院党委书记、副院长，中国福马机械集团有限公司董事长、党委书记、总经理，中国机械工业集团有限公司党委书记、董事，中煤集团副董事长、总经理等职务。

公司副总裁濮津（2019年11月代行总裁职责），1998年毕业于中国矿业大学管理工程专业，获工学硕士学位，2003年毕业于同济大学管理科学与工程专业，获管理学博士学位；教授级高级工程师、全国高级职业经理人及煤炭行业高级职业经理人，享受国务院政府特殊津贴。曾任机械工业部中国通用机械总公司自动化工程部、海外事业部总经理助理、副总经理、中煤深圳公司总经理、中煤南方能源有限公司总经理、中国煤矿工程机械装备集团公司董事长、总经理、党委书记等职务。

截至2019年9月底，公司共有在职职工41954人，其中生产人员、销售人员、技术人员、财务人员、行政人员和其他人员分别占59.8%、2.3%、21.4%、2.0%、7.7%和6.8%；从学历构成来看，员工中具有研究生及以上学历的占3.0%，具有本科学历的占29.4%，具有专科学历的占26.5%，大专以下学历的占

41.1%。

公司高层管理人员综合素质较高，具备丰富的行业管理经验；公司岗位构成、员工素质符合行业特点，能够满足生产经营需要。

4. 技术水平

公司煤炭开采、洗选和混配生产工艺水平行业领先，煤矿生产成本低于全国大多数煤炭企业。通过技术优化，减少工作面数量，不断提高资源回收率；通过推广应用采煤新技术、新装备，不断提高矿井单产单进水平；2018年，公司原煤工效32.03吨/工，在煤炭行业保持领先水平。

公司高度重视煤化工技术创新和新产品研发工作，结合市场需求增加烯烃牌号并实现灵活切换，扎实推进尿素新产品开发，煤化工产品结构不断优化，综合创效能力稳步提升。公司持续开展对标达标管理，着力提升成本精细化管控水平，主要煤化工产品成本处于行业领先水平。

2018年公司正式挂牌成立中煤装备研究院，新建2个“双创”示范基地，其中所属张煤机公司基地入选国家工信部制造业“双创”平台示范项目。

2018年，公司共获得行业和省级科技进步奖21项，专利授权155项，其中发明专利21项，专利受理196项，其中发明专利72项。

5. 竞争优势

公司是中国第二大煤炭生产商和供应商，煤炭资源丰富，开采工艺先进。公司为主体开发的山西平朔、内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的动力煤基地，山西乡宁矿区的焦煤资源是低硫、特低磷的优质炼焦煤。公司主要煤炭生产基地均有通畅的运煤通道，并与煤炭港口连接，为公司实现持续发展提供了有利条件。

公司也是中国最大的煤炭贸易服务商之一。公司在中国主要煤炭消费地区和转运港

口以及主要煤炭进口地区均设有分支机构；依靠已建立的煤炭营销和物流配送网络、完善的港口服务设施和一流的专业队伍，公司具有很强的分销和市场开发能力。

在强化煤炭核心业务为领先地位的同时，公司坚持优化产业结构，积极开发煤化工、煤矿装备制造、发电等相关产业，是中国最大的煤矿装备制造企业。公司未来将重点围绕煤电和煤化等相关业务，着力打造煤-电-化等循环经济新业态。

公司完整的煤炭产业链优势可以有效地拓宽公司所提供产品和服务的范围，提高公司的煤炭生产和销售能力，增强了公司的抗风险能力和核心竞争力。

总体来看，公司煤种煤质好，储量丰富，主要矿区交通便利，销售网络较为完善，产业链齐全，区位优势突出。

6. 外部环境

公司作为中国最具规模的综合型煤炭生产企业之一，所经营的煤矿是国家指定的全国14个大型煤炭基地中晋北基地和晋中基地的核心煤炭生产企业；公司控股股东中煤集团是国务院国资委直属的大型煤炭生产企业之一。公司可充分利用有利的法规和市场条件，通过联合、改造地方小型煤矿迅速扩大公司的煤炭生产能力。

公司按照《证券法》、《公司法》以及证监会相关规定的要求，严格执行与中煤集团签订的《不竞争协议》和甲醇业务的《避免同业竞争承诺函》等协议的规定，采取多种措施控制和防范与关联方同业竞争行为，逐步减少同业竞争行为。

公司下属子公司中煤陕西榆林能源化工有限公司、内蒙古中煤远兴能源化工有限公司、陕西南梁矿业有限公司、中煤张家口煤矿机械装备有限责任公司、中煤北京煤矿机械装备有限责任公司、石家庄煤矿机械装备有限责任公司、西安煤矿机械有限公司等均

按地方政策享受不同程度的税收优惠。

公司作为国有大型煤炭生产企业，在政策优惠、资源获取等方面均面临良好的发展机遇和外部环境，公司大股东中煤集团在资产注入和避免同业竞争等方面给予了公司有利的支持。特别是在国家深入推进煤炭供给侧结构性改革的形势下，公司大股东中煤集团作为中央专业化煤炭企业，积极参与中央煤炭资源整合，进一步做强做优做大，推进了煤炭一体化协调发展和区域布局优化，给公司提供了改革发展的历史机遇，公司将加快业务调整和转型升级，努力构建具有全球竞争力的世界一流清洁能源供应商和能源综合服务商。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》等相关法律法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营层组成的公司治理架构。

股东大会是公司权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事及股东代表担任的监事；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案及重大对外担保行为等职权。股东大会分为股东年会和临时股东大会，由董事会依法召集。

公司董事会对股东大会负责。董事会由九名董事组成，设董事长一人，副董事长一人，其中独立非执行董事比例不少于三分之一且不少于三人。董事会下设战略规划委员会、审计与风险管理委员会、薪酬委员会、提名委员会与安全、健康及环保委员会五个专门委员会，分别在战略规划、审计、人事薪酬、提名和安全生产等方面协助董事会履行决策和监控职能。

公司监事会由 3 人组成，其中包括 2 名

股东代表和 1 名公司职工代表。股东代表出任的监事由股东大会选举或更换，公司职工代表出任的监事由公司职工民主选举或罢免。

公司设总裁 1 名，由董事会聘任或解聘，对董事会负责。公司设副总裁、首席财务官、董事会秘书，由董事会聘任或解聘。总裁、副总裁、首席财务官和董事会秘书为公司高级管理人员。

公司作为 H 股和 A 股上市公司，依照国家对上市公司监管的相关法律法规，规范并完善其治理结构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和经营层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

2. 管理水平

财务管理方面，公司设置了独立的财务管理部门，严格遵守《中国中煤能源股份有限公司财务管理办法》，实行统一管理，分级负责制。公司及其所属的各级单位均设置财务机构，或在有关机构中配置了财务会计人员，并指定财务会计主管人员，对经营活动组织会计核算，实施财务管理。公司及下属公司财务预算的编制，以各项业务预算为基础，经本单位股东会、董事会或总经理办公会审议后，逐级汇编上报公司，由公司审核汇总编制年度财务预算方案和预算调整方案，经公司董事会审议通过后，分解下达各单位执行。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》，对公司及公司的全资和控股子公司对内对外基本建设项目（含技术改造项目）投资、股权投资和固定资产购置（不包括金融产品及其衍生品投资）做出了明确规定。公司对投资实行年度投资计划管理，各类投资列入年度投资计划，年度投资计划由公司股东大会审批。为提高公司运作效率，股东大会授予董事会部分权力，由公司董事会对股东大会负责，在股东大会的授权范围内决定

部分事项。公司董事会下设战略规划委员会，对于须提交股东大会或董事会审批的投资计划和项目，应先提交战略规划委员会审议后，形成提案提交董事会或股东大会审批。在投资项目运作过程中，须严格执行项目法人（经理）负责制、招投标制、工程监理制和合同管理制，建立投资风险约束机制。在投资项目完成后，应按国家有关法律法规和公司有关规定进行验收和后评价。公司对在投资中出现重大决策失误、未履行集体审批程序和不按规定执行投资业务的单位及人员，追究相应的责任。

关联交易管理方面，公司制定了《关联交易管理办法》、《关联交易管理办法实施细则》等对管理关联交易的原则、关联交易的审查、关联交易的决策程序、关联交易的执行及关联交易的信息披露等方面均作出了严格规定。公司与中煤集团于 2006 年 9 月签署了《不竞争协议》，建立了避免利益冲突的决策机制。

内部控制方面，公司按照《企业内部控制基本规范》和《企业内部控制配套指引》要求，制定了“内部控制有效性评价表”，进一步加强和完善内部控制体系建设，积极推进信息化进程，实现了 ERP 信息系统全面上线。同时，公司加大对资金、财务、采购和销售等重要业务环节的集中管理力度，加大对政策、法规和制度执行情况的监督检查力度，加大对生产、安全、建设项目、经营指标完成情况的考核奖惩力度，使公司管控能力进一步提升。

人事管理方面，公司严格遵守《劳动法》、《劳动合同法》等规章制度，建立公司和二级企业两级人才发展规划体系，组织开展各种业务培训。此外，公司职工依法组织工会，开展工会活动，维护职工的合法权益。

安全生产管理方面，公司制定完善了以

安全生产责任制为核心的安全管理制度，建立健全了《董事会安全、健康及环保委员会工作细则》、安全生产监督管理办法、安全生产奖罚办法、生产安全事故责任追究办法、安全质量标准化考核办法等一系列管理办法，对公司下属企业按照生产规模、管理跨度、安全风险程度、安全管理难度实施分类监督管理，加大奖惩力度，严格考核追究，不断强化安全责任落实，提高安全管控能力。

总体看，公司管理体制健全，管理制度较为完善，内部管理规范，有效保证了公司的正常运营和发展。

七、经营分析

1. 经营状况

公司业务以煤炭生产销售为主。随着煤炭行业景气度回升，近年来公司营业收入不断增长，盈利能力不断增强。2018 年公司营业收入同比增长 27.76%，综合毛利率较 2017 年下降 3.80 个百分点，主要系煤化工生产成本增长和低毛利的买断贸易煤销售规模增长综合影响所致。

从营业收入构成看，煤炭业务是公司主要收入来源，近年来收入占比稳定在 74% 左右，2018 年煤炭业务收入同比增长 26.16%，其次为煤化工业务，2018 年煤化工业务收入同比增长 40.30%，2018 年增幅较大主要系蒙大工程塑料项目投入生产和中煤陕西榆林能源化工有限公司上年同期进行了系统检修使聚烯烃产销量同比增加，以及主要煤化工产品销售价格同比提高等因素综合影响所致。此外，煤矿装备业务为公司传统优势业务，随着煤炭行业回暖，煤机装备业务的订单量逐步增加，收入占比自 2016 年以来开始持续上升，2018 年煤矿装备业务收入同比增长 17.16%。公司其他业务主要包括财务公司、火力发电等业务。

表2 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭业务	446.76	73.68	33.90	611.08	74.97	34.10	770.94	74.03	30.50	715.55	75.93	32.50
煤化工业务	105.18	17.35	31.70	127.34	15.62	27.60	178.66	17.16	24.40	134.34	14.26	24.10
煤矿装备业务	36.74	6.06	19.60	52.79	6.48	14.70	61.85	5.94	15.10	55.61	5.90	14.60
金融业务及其他业务	17.64	2.91	12.80	23.92	2.93	-2.70	29.95	2.88	-5.50	36.89	3.91	11.15
合计	606.32	100.00	33.50	815.13	100.00	32.40	1041.40	100.00	28.60	942.39	100.00	30.90

注：以上各业务分部的营业收入数据为扣除分部间交易的数据；各业务分部的毛利率为未经抵消分部间交易的数据；其他业务收入主要包括铝加工、设备及配件进口、招投标服务、铁路运输和火力发电等
资料来源：公司提供

从毛利率看，煤炭及煤化工业务为公司主要利润来源，煤炭业务毛利率近年来有所波动主要是受贸易煤销售占比波动影响所致，煤化工业务毛利率近三年持续下降，主要系原料煤价格上涨影响所致；2018 年煤矿装备业务和金融业务及其他业务的毛利率较上年分别上升 0.4 和下降 2.8 个百分点。

2019 年 1-9 月，公司营业收入同比增长 22.17%，主要系煤炭产品销量增长所致；综合毛利率较 2018 年提高 2.30 个百分点，主要系贸易煤销售占比下降以及自产煤吨煤销售成本和煤化工产品整体销售成本的下降幅度大于产品价格下滑幅度等因素影响所致。

总体看，煤炭业务为公司的主要收入和利润来源，煤化工业务随着在建项目的投产，近年来对公司收入贡献不断提升，与煤炭产业协同作用明显，公司整体抗风险能力增强；受益于煤炭价格的高位运行和煤化工产品良好的成本控制能力，公司营业收入和利润规模近年来持续上升，总体盈利能力持续增强。

煤炭业务

（1）资源储量

公司作为全国最具规模的综合型煤炭生产企业之一，所经营的煤矿是全国 14 个大型煤炭基地中晋北基地和晋中基地的核心煤炭生产企业。公司煤炭品种齐全，主要煤种包括长焰煤、1/3 焦煤、瘦煤、气煤、不粘煤和弱粘煤。所经营的选煤厂可依据电力、冶金、建筑和化工等行业的规格对公司自产的煤炭与向其他煤炭生产企业购入的煤炭进行洗选和混配。

表3 截至 2019 年 9 月底公司煤炭资源储量情况

（单位：亿吨）

主要矿区	资源储量	可采储量
山西	76.17	40.88
蒙陕	140.62	89.43
江苏	7.38	2.62
新疆	6.56	3.86
黑龙江	3.09	1.36
合计	233.82	138.15
煤炭品种	资源储量	可采储量
动力煤	195.83	119.97
炼焦煤	34.79	16.34
无烟煤	3.2	1.84
合计	233.82	138.15

资料来源：公司年报

目前公司所属煤炭资源主要分布在山西、蒙陕、江苏、新疆及黑龙江等地。其中，公司最大的矿区平朔矿区位于国家指定全国 14 个大型煤炭基地之一的晋北基地，是华北和西北煤炭生产省份的主要煤矿中距离主要煤炭装运港口最近的矿区之一；山西乡宁矿区的焦煤资源是国内低硫、特低磷的优质炼焦煤资源；公司的大屯矿区位于东部沿海地区，是少数邻近快速增长的工业中心和华东（包括上海）煤炭消费区的矿区之一；内蒙鄂尔多斯呼吉尔特矿区是中国最重要的优质动力煤基地之一。

（2）煤炭生产

公司煤炭业务经营主体包括子公司中煤平朔集团有限公司、上海大屯能源股份有限公司、山西中煤华晋能源有限责任公司、乌审旗蒙大矿业有限责任公司和鄂尔多斯市伊化矿业资源有限责任公司等多家子公司，产品以动力煤为主。

受国家推进“去产能”政策影响，2016—2017年，公司煤炭产量有所下降。随着“去产能”任务基本完成和为缓解煤炭供应紧平衡的状态，2018年，公司响应国家保供号召，加强生产组织，优化生产接续，加快释放先进产能。

表 4-1 公司煤炭产量情况（单位：万吨）

品种	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
动力煤	7127	6690	6822	6878
炼焦煤	972	864	891	838
合计	8099	7554	7713	7716

资料来源：公司年报

表 4-2 2018 年煤炭行业部分 AAA 客户煤炭可采储量（单位：亿吨）和产量（单位：万吨）

项目	山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	大同煤矿集团有限责任公司	阳泉煤业(集团)有限责任公司	河南能源化工集团有限公司	中国平煤神马能源化工集团有限责任公司
可采储量	39.72	70.54	30.16	44.21	11.32
煤炭产量	5910.00	13721.66	6965.20	7366	3518

资料来源：公开资料

随着母杜柴登煤矿和纳林河二号煤矿先进产能的进一步释放，2019 年 1—9 月，公司共完成商品煤产量 7716 万吨，其中动力煤同比增长 38.1%，炼焦煤产量同比增长 26.4%。

2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司自产吨煤销售成本有所波动，其中 2016 年吨煤销售成本偏低主要系当年自产煤产量较高摊薄吨煤固定成本以及当年发生的材料成本、维修支出、外包矿务工程费以及固定计提等费用偏低所致。

表 5 公司自产商品煤单位销售成本构成（单位：元/吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
材料成本	47.07	62.96	55.87	59.09
人工成本	32.48	35.86	35.77	30.13
折旧及摊销	42.80	47.07	47.27	52.33
维修支出	9.19	13.58	12.73	8.38

外包矿务工程	12.17	18.36	23.57	30.24
其他成本	18.23	46.67	42.52	32.46
合计	161.94	224.50	217.73	212.63

资料来源：公司年报及季报

生产指标方面，2016—2018 年及 2019 年 1—9 月，公司生产机械化程度和全员工作效率保持行业领先地位，安全形势稳定，安全保障程度高。

表 6 公司煤炭生产指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
综采机械化程度(%)	99.57	99.82	100.00	100.00
采煤机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
掘进装载机械化程度(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
原煤生产工效(吨/工)	34.61	36.23	32.03	35.67
死亡率(人/百万吨)	0.009	0.026	0.000	0.000

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭板块经营规模和生产指标在行业内处于领先水平；随着先进产能的释放，2018 年以来，公司煤炭产量有所增长。

（3）原材料供应

除向其他煤炭生产企业采购用于混配的煤炭外，公司的主要原材料还包括设施配件、柴油、采矿用炸药及顶板支架等。公司已与主要原材料供货商建立了稳定的合作关系，所采购的大部分材料的供货商完全可替代；所采购原材料来源广泛、供应充足。公司获煤炭业务供货商授予的信贷期一般为十日至一个月左右。

公司煤炭生产使用的主要能源为水和电力。其中水源主要为地下水，供应充足；电力供应除部分来自于国家或地方电网外，公司在各主要矿区都建立了自备发电厂，利用矿区自身生产的部分煤炭发电以降低电力供应的成本。此外，公司在平朔等矿区建立了煤矸石发电厂，利用煤炭生产中产生的煤矸石发电，以提高资源利用率、改善环境保护。

（4）煤炭销售

公司煤炭销售主要分为自产商品煤销售和买断贸易煤销售，其次为进出口及国内代理。近年来受公司自产煤产量波动影响，自产煤销

量呈波动下降趋势；同期，公司为充分发挥资金、营销渠道和资源优势，在蒙陕基地先进产能充分释放前，提前抢占市场和运力，公司贸易煤销量不断增加，2018年公司自产商品煤和买断贸易煤的销量均同比有所增长；受市场行情影响，销售均价均较2017年有所增长。

2019年1—9月，随着煤炭行业供给由紧平衡逐步转向宽松，煤炭价格中枢较2018年略有下移。公司商品煤销量同比增长39.57%，销售价格较上年下降1.97%；买断贸易煤销量同比增长31.06%，销售价格较上年下降8.45%。

表7 公司主要产品近年销售情况（单位：万吨、元/吨）

		2016年		2017年		2018年		2019年1-9月	
		销量	销价	销量	销价	销量	销价	销量	销价
一、自产商品煤	合计	8067	350	7500	493	7667	508	7749	498
	（一）动力煤	7095	330	6640	440	6792	443	6911	437
	1、内销	7054	329	6631	439	6786	442	6897	437
	2、出口	41	419	9	577	6	590	14	590
	（二）焦煤	972	502	860	905	875	1012	838	995
	1、内销	972	502	860	905	875	1012	838	995
二、买断贸易煤	合计	4820	333	5414	495	8360	497	8046	455
	（一）国内转销	4579	333	5267	496	8305	494	7939	453
	（二）进口贸易	230	317	124	364	28	526	84	403
	（三）转口贸易	--	--	4	626	--	--	--	--
	（四）自营出口	10.5	688	19	1242	27	1260	23	1282
三、进出口及国内代理	合计	348	5	846	4	658	5	434	5
	（一）进口代理	13	6	115	3	40	5	83	4
	（二）出口代理	263	4	251	7	238	8	125	8
	（三）国内代理	72	5	480	3	380	3	226	3

注：公司进出口及国内代理业务中的销价为代理服务费率；2018年自产煤炭销量含内部交易。

资料来源：公司财务报告

①自产煤销售

公司自产煤销售以内销为主，近年来，为了进一步加强煤炭销售管理，公司煤炭销售采取由销售中心统一销售模式。公司在全国主要煤炭消费区域秦皇岛、华北、华东、广东、山东、华中、南京等地区设立区域公司，负责各区域市场的拓展、销售执行和客户维护；在全国煤炭主产区内蒙古、山西等地区设立中煤西北能源有限公司、晋北公司、太原公司，负责产运销协调的同时，加大外购煤源头采购，扩大销售规模。公司在太屯矿区生产的煤炭产品则通过上海能源公司的销售团队销售。

公司的海外客户主要是位于亚太区的国家和地区，包括日本、韩国和台湾等。2017—2018年，公司自产煤出口全部出口到台湾地区，煤种均为动力煤。

②买断贸易

为满足客户多样化需求和抓住煤炭市场回暖的契机，近年来公司加大买断贸易煤开发力度，在扩大市场占有率的同时，与自产煤炭进行混配，优化了产品结构，提高了产品盈利能力。2018年公司抓住市场机遇积极开拓市场，买断贸易煤销量同比增长54.41%。

③进出口代理

中国煤炭出口采取煤炭出口专营权形式，并且煤炭出口专营权仅授予国有企业，因此公司的煤炭出口通过委托中煤集团代理的方式进行，公司需向中煤集团支付煤炭出口代理费。公司的集中销售团队管理所有向海外客户进行的煤炭产品销售。

煤化工

公司煤化工业务的运营主体包括中煤陕西榆林能源化工有限公司（以下简称“陕西公司”）经营烯烃项目，即陕西榆林甲醇醋酸系列深加工

工及综合利用项目）、中煤鄂尔多斯能源化工有限公司（以下简称“鄂能化公司”，经营大颗粒尿素项目，即鄂尔多斯图克大化肥项目一期工程）、内蒙古中煤远兴能源化工有限公司（以下简称“中煤远兴”，经营煤制甲醇项目，即鄂尔多斯蒙大煤制甲醇项目）和内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司（以下简称“中煤蒙大”，经营烯烃项目，即鄂尔多斯工程塑料项目该项目2017年8月投产）。

近年来公司加快产业结构调整，稳步推进煤化工项目建设和生产，同时持续加强煤化工生产管理，消除系统缺陷，保障“安稳长满优”运行，装置水平、主要经济技术指标保持国际领先水平。

2016—2018年，公司尿素和甲醇产能受部

分子公司关停影响分别在2017年和2018年出现下降；聚烯烃产能受蒙大工程塑料项目投产在2017年产能大幅增加。2018年，公司聚烯烃产量同比增长49.59%，主要系蒙大工程塑料项目达产和2017年陕西公司检修综合影响所致；尿素产量同比下降7%，主要系装置检修使产销量减少所致；甲醇产量同比增长15.5%。2018年，公司煤化工产品产能利用率均维持在100%以上，产销率均达到100%以上，产品销售价格均较2017年有所上升。

2019年1—9月，受产品供需变化影响，公司聚烯烃和甲醇销售价格较2018年出现明显下降；但受聚烯烃单位销售成本下降幅度相对更大影响，煤化工业务毛利率较2018年略有上升。

表8 公司煤化工产品生产情况（单位：万吨、万吨/年、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1-9月		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
聚乙烯	30.00	36.1	120.33	60.00	49.8	117.18	60.00	74.1	123.50	60.00	55.0	122.22
聚丙烯	30.00	34.9	116.33	60.00	47.8	112.47	60.00	71.9	119.83	60.00	52.6	116.89
尿素	187.50	197.5	105.33	175.00	199.6	114.06	175.00	185.6	106.06	175.00	151.5	115.43
甲醇	85.00	65.1	76.59	85.00	62.5	73.53	60.00	72.2	103.00	60.00	72.8	107.11

注：公司2017年聚烯烃产量未包括蒙大工程塑料项目试生产期间的产量；2018年甲醇公司产量含陕西公司中间产品余量10.4万吨；2018年中煤龙化关停导致公司甲醇产能有所下降；2019年甲醇产量含中间产品余量24.6万吨；季度产能利用率为折算。

资料来源：公司提供

表9 公司煤化工产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1-9月		
	销量	销售价格	销售成本	销量	销售价格	销售成本	销量	销售价格	销售成本	销量	销售价格	销售成本
聚乙烯	35.8	7641	4405	50.0	8071	5676	74.4	8181	6265	55.1	7112	5564
聚丙烯	35.3	6327	4176	47.7	7264	5723	72.3	7988	6244	51.9	7603	5449
尿素	198.0	1132	732	229.0	1444	969	192.9	1819	1097	187.5	1795	1095
甲醇	40.0	1496	1329	13.3	2148	1702	7.5	2342	1611	72.8	1506	1377

注：1. 含销售中煤集团所属灵石中煤化工有限责任公司生产小颗粒尿素，2019年1-9月销售小颗粒尿素19.07万吨，2018年24.51万吨，2017年6.78万吨；

2. 含销售中煤集团所属龙化集团生产甲醇，2016年4.64万吨，2017年2.42万吨，2018年及2019年1-9月无此因素。

3. 已抵销公司内部甲醇自用量，2019年1-9月61.1万吨，抵销收入9.13亿元；2018年64.42万吨，抵销收入13.35亿元；2017年58.60万吨，抵销收入10.89亿元；2016年30.63万吨，抵销收入5.17亿元

资料来源：公司提供

煤矿装备和其他业务

公司是国内最大的煤矿机械装备制造企业，所属中国煤矿机械装备有限责任公司在中

国煤机行业排名领先。主要生产包括刮板运输机、液压支架、采煤机、刨煤机、转载机、破碎机及矿用电器等产品，并为国内外井工矿提

供与开采设备相关的设计、制造、安装及调试服务等全面开采服务。

煤矿装备销售方面，公司的工作面成套设备销售由中国煤矿机械装备有限责任公司的成套装备部负责，单机设备销售由中国煤矿机械装备有限责任公司下属的各生产企业负责。煤矿装备的销售合同一般采用双方协商、招投标和议标等方式进行，销售价格相应的由双方协商或投标确定。

2015—2016年，在煤机市场低迷，无序竞争加剧的不利情况下，公司加大降本增效和成本管控力度，积极拓展配件服务、非煤及海外市场。2017年以来，煤机市场逐步回暖。2018年公司完成煤矿装备产值69.5亿元，同比增长34.4%；完成煤机总产量31.9万吨，同比增长22.9%，其中主要煤机产品15139台（套），同

比增长18.5%。

2. 经营效率

2016—2018年，公司总资产周转次数、存货周转次数和销售债权周转次数持续上升，2018年上述指标分别为0.40次、9.34次和6.78次。整体看，公司经营效率较好。

3. 未来发展

“十三五”期间，公司将持续调整产业结构和企业布局，形成以煤炭、煤化工、电力、煤矿装备产业等为支柱的产业格局和以中煤山西、中煤蒙陕、中煤江苏、中煤黑龙江、中煤新疆五大煤炭及转化基地为依托的区域布局，夯实公司的综合竞争力。

表10 截至2019年9月底公司主要在建/拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	建设规模	预计总投资额	截至2019年9月底已投资额	项目审批情况
在建-煤炭板块				
陕西榆林大海则煤矿及选煤厂项目	1500万吨/年	129.79	55.86	国能煤炭函[2012]34号 发改能源[2018]1581号
中煤华晋里必煤矿及选煤厂项目	400万吨/年	57.46	9.75	发改能源[2013]1431号
黑龙江煤化工依兰第三煤矿项目	240万吨/年	24.84	20.35	黑发改煤炭函[2014]233号
合计		212.09	85.96	--
在建-煤化工板块				
内蒙鄂能化合成气制100万吨甲醇 技术改造项目	100万吨甲醇/年	50.13	21.92	乌发改发（2017）84号
合计		50.13	21.92	--
拟建-煤化工板块				
中煤陕西榆林能源化工有限公司榆林 煤炭深加工基地项目（烯烃二期）	30万吨聚乙烯/年和45 万吨聚丙烯/年	196.62	0.56	发改办产业[2013]476号
合计	-	196.62	0.56	--

资料来源：公司提供

公司在建/拟建项目主要为新建煤矿和煤化工项目。截至2019年9月底，公司主要在建/拟建项目预计总投资458.24亿元，已投资108.44亿元，尚需投资349.80亿元，未来公司可能存在一定的资本支出压力。

综合来看，公司未来投资主要集中于煤炭和煤化工领域，投资规模适中，随着项目的建成投产，公司主业产能规模将进一步上升。

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2016—2018年财务报告，普华永道中天会计师事务所（特殊普通合伙）对2016年财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论；德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对2017—2018年财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2019年前三季度财务报表未经审计。

合并范围变动方面，2017年公司因同一控

制下企业合并新增 3 家子公司，分别是中日石炭株式会社、中国煤炭工业进出口集团公司日本代表处和中国煤炭工业进出口集团公司汉城代表处；因新设立而增加两家子公司，分别是中煤西北能源有限公司和中煤化（天津）化工销售有限公司；因处置减少 4 家子公司，分别是山西中煤平朔爆破器材有限责任公司、中煤华昱装备维修有限公司、中煤焦化控股（天津）有限责任公司和山西中煤焦化运销有限责任公司；因丧失控制权，减少 1 家子公司西安煤矿机械有限公司；因破产清算，减少 1 家子公司广州中煤华南销售有限公司。2018 年，公司因同一控制下合并新增 5 家子公司，分别是国投晋城能源投资有限公司、中煤电气有限公司、中煤设备工程咨询公司、山西中煤资源综合利用有限公司和中煤信息技术（北京）有限公司；此外，2018 年公司因新设增加 2 家子公司，因注销减少 4 家子公司。2019 年前三季度，公司合并范围新增 4 家子公司，分别是江苏大电电热有限公司、山西中煤华晋售电有限公司、中煤销售太原有限公司和山西中煤平朔东日升煤业有限公司；减少 3 家子公司，其中因注销减少 2 家子公司，不再纳入合并范围 1 家子公司（中煤平朔第一煤研石发电有限公司）。总体看，公司合并范围变动对公司主营业务影响较小，财务报表可比性强。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 2646.58 亿元，所有者权益合计 1106.82 亿元（含少数股东权益 185.40 亿元）；2018 年公司实现营业收入 1041.40 亿元，利润总额 87.92 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司（合并）资产总额 2766.79 亿元，所有者权益合计 1191.91 亿元（含少数股东权益 215.70 亿元）；2019 年 1-9 月，公司实现营业收入 942.39 亿元，利润总额 116.61 亿元。

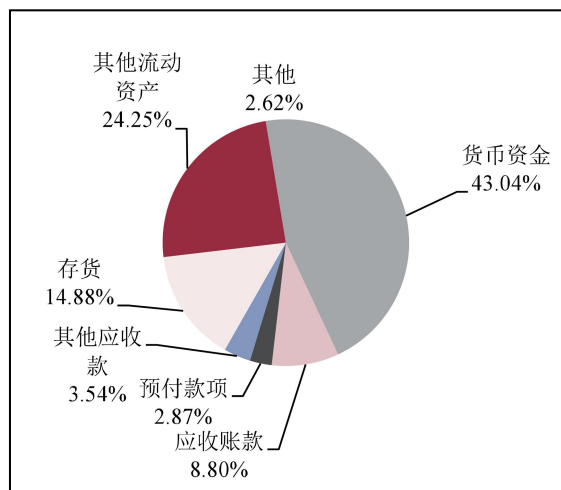
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总体规模有所增长，年均复合增长 4.61%。截至 2018 年底，公司资产总额 2646.58 亿元，其中流动资产合计

占 20.95%，非流动资产合计占 79.05%。公司资产以非流动资产为主。

流动资产

图 8 截至 2018 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司流动资产不断增长，年均复合增长 11.53%。截至 2018 年底，公司流动资产合计 554.44 亿元，同比增长 11.81%，主要由货币资金（占 43.04%）、应收账款（占 8.80%）、存货（占 14.88%）和其他流动资产（占 24.25%）组成。

2016—2018 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 24.90%。截至 2018 年底，公司货币资金 238.61 亿元，同比增长 26.78%，主要为银行存款。其中受限制的货币资金总额为 33.52 亿元，主要包括专设银行账户存储的矿山环境恢复治理保证金及煤矿转产发展资金、复垦基金及信用证保证金等。

2016—2018 年，公司应收账款快速下降，年均复合下降 20.17%。截至 2018 年底，公司应收账款净额 48.81 亿元，同比下降 28.21%，主要系部分煤矿装备应收账款按新会计准则重分类至合同资产和公司加强资金精益管理所致；应收账款账龄主要分布在一年以内（占 71.56%），共计提信用损失准备 5.69 亿元，计提比例 10.44%。截至 2018 年底，公司应收账款余额前 5 名合计 7.99 亿元，占应收账款余额的 15.00%。

2016—2018 年，公司存货有所增长，年均

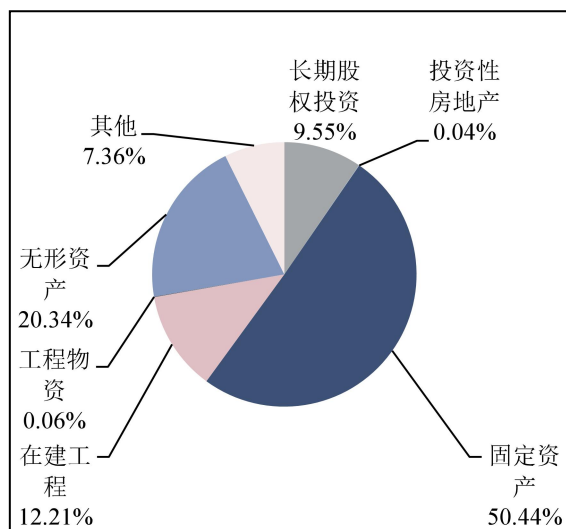
复合增长 5.67%。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 82.53 亿元，同比增长 7.71%，共计计提跌价准备 2.93 亿元；存货构成中原材料占 37.48%、在产品占 24.61%、库存商品占 37.54%、周转材料占 0.37%。

2016—2018 年，公司其他流动资产快速增长，年均复合增长 137.53%，截至 2018 年底，公司其他流动资产为 134.45 亿元（含以公允价值计量的应收票据 99.89 亿元），同比增长 258.52%，主要系因会计科目调整，应收票据计入其他流动资产所致。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产有所增长，年均复合增长 2.97%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 2092.14 亿元，同比增长 3.40%，主要由固定资产（占 50.44%）、在建工程（占 12.21%）、无形资产（占 20.34%）和长期股权投资（占 9.55%）构成。

图 9 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司固定资产有所波动，年均复合增长 12.07%。截至 2018 年底，公司固定资产 1055.31 亿元，同比增长 16.46%，主要是在建工程转入所致；固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备和井巷工程构成，固定资产成新率 66.94%，整体质量尚可。

2016—2018 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 22.81%。截至 2018 年底，公司

在建工程为 255.44 亿元，同比下降 34.58%，主要为系部分在建工程转入固定资产和无形资产所致。

2016—2018 年，公司无形资产保持相对稳定，年均复合增长 2.95%。截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 425.63 亿元，同比增长 7.73%；无形资产主要为探矿权、采矿权和土地使用权。

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 18.69%。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 199.82 亿元，同比增长 4.30%，主要系投资收益增长所致，公司长期股权投资主要由对合营和联营企业的长期投资构成。

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 2766.79 亿元，较 2018 年底增长 4.54%，其中流动资产占 22.97%，非流动资产占 77.03%，非流动资产占比较上年底有所下降。截至 2019 年 9 月底，公司应收账款为 87.05 亿元，较 2018 年底增长 78.32%，主要系公司收入增加使得结算期内的应收款项增加所致。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产合计 76.13 亿元，其中货币资金、应收票据和固定资产的受限金额分别为 39.15 亿元、14.05 亿元和 18.06 亿元；资产受限比例为 2.75%，受限比例较低。

总体看，近年来公司资产规模稳步增长，资产构成以非流动资产为主，符合行业经营特点；流动资产中现金类资产占比较高，资产流动性较好。总体看，公司资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益有所增长，年均复合增长 4.18%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 1106.82 亿元，同比增长 4.02%，主要系随着公司收入和利润规模增长，未分配利润、盈余公积和计提的专项储备增长所致；其中归属于母公司所有者权益占 83.25%；归属于母公司所有者权益中，实收资

本占 14.39%、资本公积占 42.06%，盈余公积占 4.58%，未分配利润占 35.02%；所有者权益构成较 2017 年底变化不大。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益合计 1191.91 亿元，较 2018 年底增长 7.69%，所有者权益结构较 2018 年底变化不大。

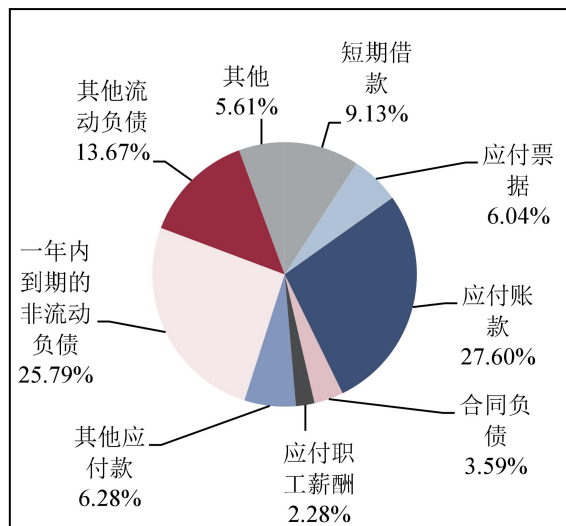
总体看，近年来公司所有者权益稳步增长；所有者权益中实收资本及资本公积占比较大，权益稳定性好。

负债

2016—2018 年，公司负债有所增长，年均复合增长 4.91%。截至 2018 年底，公司负债合计 1539.77 亿元，同比增长 5.81%，其中流动负债占 44.88%，非流动负债占 55.12%，负债结构较 2017 年底变化不大。

流动负债方面，2016—2018 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 6.07%。截至 2018 年底，公司流动负债合计 691.07 亿元，同比增长 7.75%，构成以短期借款（占 9.13%）、应付账款（占 27.60%）、一年内到期的非流动负债（占 25.79%）、其他应付款（占 6.28%）和其他流动负债（占 13.67%）。

图 10 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2016—2018 年，公司短期借款有所波动，年均复合下降 2.04%。截至 2018 年底，公司短期借款为 63.08 亿元，同比下降 16.96%。公司短期借款以信用借款为主。

2016—2018 年，公司应付账款有所波动，

年均复合增长 2.62%。截至 2018 年底，公司应付账款为 190.77 亿元，同比下降 4.47%，主要为应付原材料采购款、应付工程款及工程材料款和应付设备采购款。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所增长，年均复合增长 5.02%。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 178.25 亿元，同比增长 28.49%，主要是到期的信用借款、保证借款和抵押借款。

2016—2018 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 6.51%。截至 2018 年底，公司其他应付款为 56.06 亿元，其中应付利息 10.04 亿元、应付股利 2.60 亿元和其他应付款 43.42 亿元（由应付采矿权款、暂收代付款、应付投资款、应付押金及保证金等构成）。

2016—2018 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长 21.49%。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 94.50 亿元，同比增长 14.09%，主要是公司吸收中煤集团下属公司的存款。

非流动负债方面，2016—2018 年，公司非流动负债有所增长，年均复合增长 4.00%。截至 2018 年底，公司非流动负债为 848.69 亿元，同比增长 4.29%，主要由长期借款（占 53.40%）和应付债券（占 32.89%）构成。

2016—2018 年，公司长期借款保持相对稳定，年均复合增长 2.07%。截至 2018 年底，公司长期借款 453.17 亿元，同比增长 1.53%，主要为信用借款。其中抵押借款 8.04 亿元（占 1.78%）、保证借款 9.04 亿元（占 1.99%）、信用借款为 435.64 亿元（占 96.13%）和质押借款 0.45 亿元（占 0.10%）。公司长期借款还款期限较为分散，不存在集中偿付压力。长期借款期限结构具体见下表所示。

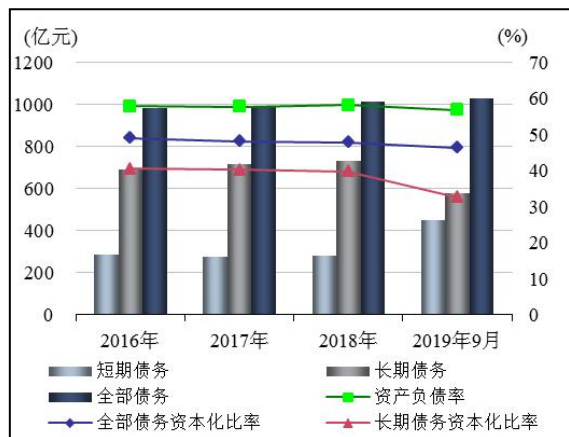
表 11 截至 2018 年底公司长期借款还款期限及金额
(单位：亿元、%)

期限	1—2 年	2—5 年	5 年以上
金额	169.10	185.05	99.02
占比	37.32	40.83	21.85

资料来源：公司提供

2016—2018 年，公司应付债券有所增长，年均复合增长 3.81%。截至 2018 年底，公司应付债券余额为 279.11 亿元，同比增长 3.89%，由公司 2013—2018 年间发行的未到期的中期票据和公司债券构成。

图 11 公司债务结构及负担情况



资料来源：公司财务报告

有息债务方面，2016—2018 年，公司有息债务波动中有所增长，年均复合增长 1.70%。截至 2018 年底，公司全部债务合计 1015.37 亿元，同比增长 5.86%，其中短期债务占 27.88%，长期债务占 72.12%。债务指标方面，2016—2018 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率的加权均值分别为 57.99%、48.20%和 40.08%。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 57.99%、48.19%和 40.06%。

截至 2019 年 9 月底，公司负债合计 1574.88 亿元，较 2018 年底增长 2.28%，其中流动负债占 55.04%，非流动负债占 44.96%，流动负债占比较 2018 年底有所上升，主要系一年内到期的非流动负债上升所致；资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.92%、46.39%和 32.67%，均较 2018 年底有所下降。

整体看，公司债务结构较为合理，近年来债务负担有所波动，但整体保持在适宜水平。

4. 盈利能力

2016—2018 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 31.02%。2018 年公司实现营业收入 1041.40 亿元，同比增长 27.76%。同期，营业成本为 743.14 亿元，同比增长 34.27%。2018 年公司营业利润率为 25.52%，较 2017 年下降 3.30 个百分点。

期间费用方面，2016—2018 年，公司期间费用持续增长，年均复合增长 7.47%，2018 年为 185.08 亿元，同比增长 8.50%；2016—2018 年，公司期间费用率持续下降，2018 年期间费用率为 17.77%，较 2017 年下降 3.16 个百分点。

非经常性损益方面，公司非经常性损益主要是资产减值损失（含信用减值损失）和投资收益。2016—2018 年，公司资产减值损失快速增长，年均复合增长 43.94%，2018 年为 12.43 亿元，同比下降 36.81%，主要是固定资产减值损失和存货跌价损失。2016—2018 年，公司投资收益波动增长，年均复合增长 8.17%，2018 年公司取得投资收益 19.22 亿元，同比增长 56.48%，公司投资收益主要来源于权益法核算的长期股权投资收益。

2016—2018 年，公司营业利润和利润总额均保持快速增长趋势，年均分别复合增长 64.67%和 61.46%。2018 年，公司营业利润和利润总额分别为 88.89 亿元和 87.92 亿元，同比分别增长 48.60%和 49.13%。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率逐年下降，总资本收益率和净资产收益率逐年上升，2018 年上述指标分别为 25.52%、4.99%和 5.63%。与国内同行业主要上市公司比较，公司盈利水平位于行业前列（如下表所示）。

表 11 2018 年煤炭行业部分 AAA 客户盈利指标情况
(单位: %)

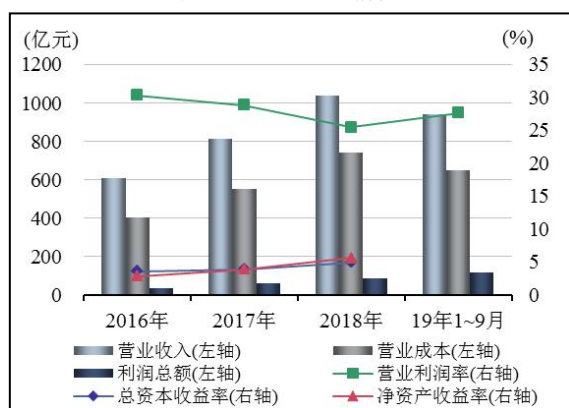
企业名称	净资产收益率	总资本收益率	营业利润率
大同煤矿集团有限责任公司	0.48	2.22	15.68
山西晋城无烟煤矿业集团	2.45	4.32	14.62

有限责任公司			
阳泉煤业(集团)有限责任 公司	1.28	3.51	9.13

资料来源：评级报告

2019年1—9月，公司实现营业收入942.39亿元，同比增长22.17%，利润总额116.61亿元，同比增长32.63%；营业利润率27.62%，较2018年底上升2.10个百分点。

图12 公司盈利情况



资料来源：公司财务报告

总体看，近年来随着煤炭行业去产能的推进，煤炭行业景气度得到回升，公司营业收入和利润规模持续增长，盈利能力不断增强。

5. 现金流

经营活动现金流方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量持续增长，年均复合增长30.96%，2018年为1257.08亿元，同比增长29.65%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金。2016—2018年，公司经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长30.06%，2018年为1052.93亿元，同比增长32.59%。2018年公司收到其他与经营活动有关现金50.45亿元，同比增长50.97%，同期公司支付其他与经营活动有关的现金12.56亿元，同比下降12.17%，主要是经营性受限的银行存款增加所致。2016—2018年，公司经营活动净现金流快速增长，年均复合增长30.06%，2018年为204.14亿元，同比增长16.31%。2016—2018年，公司现金收入比均值为116.16%，2018年为115.83%，较2017年有所上升，总体看，公司收入实现质

量好。

投资活动现金流方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入量快速下降，年均复合下降52.27%，2018年为64.73亿元，同比下降10.99%，主要是政府补助减少导致收到的其他与投资活动有关的现金下降所致。2016—2018年，公司投资活动现金流出量波动中有所增长，年均复合增长8.70%，2018年为210.85亿元，同比增长21.50%，主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金和支付其他与投资活动有关的现金构成。2016—2018年，公司投资活动净现金流波动较大，三年分别为105.75亿元、-100.81亿元和-146.11亿元，2016年度投资活动现金净流入为正主要是由于当年初始存款期超过三个月的定期存款规模大幅减少。

筹资活动现金流方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长24.44%，2018年为260.86亿元，同比增长2.48%，主要是发行债券收到的现金增长所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出量波动中有所下降，年均复合下降9.11%，2018年为337.01亿元，同比增长3.06%。2016—2018年，公司筹资活动净现金流波动较大，三年分别为-239.51亿元、-72.45亿元和-76.14亿元。

2019年1—9月，公司经营活动、投资活动和筹资活动产生的现金流量净额分别为169.06亿元、-78.93亿元和-24.02亿元。2019年1—9月，公司现金收入比为112.95%，收入实现质量良好。

2016—2018年及2019年1—9月，公司筹资活动前净现金流分别为226.43亿元、74.71亿元、58.03亿元和90.14亿元。公司经营获现可以满足对外投资需求，对外筹资压力不大。

总体看，近年来随着经营业绩提升，公司经营获现能力进一步增强，公司经营活动现金流保持快速增长趋势，且能够覆盖投资活动支出和债务利息支出的资金需求。公司总体现金流情况良好。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率和速动比率均稳步上升。截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 80.23% 和 68.29%。2016—2018 年，公司经营现金流动负债比呈持续上升趋势，截至 2018 年底，公司经营现金流动负债比为 29.54%。2016—2018 年，公司现金类资产/短期债务持续上升，截至 2018 年底，公司现金类资产/短期债务为 1.20 倍。截至 2019 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金类资产/短期债务分别为 73.33%、64.58% 和 0.86 倍，均较 2018 年底有所下降。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数持续上升，三年分别为 2.44 倍、3.19 倍和 3.82 倍；全部债务/EBITDA 持续下降，三年分别为 6.79 倍、5.80 倍和 4.94 倍。整体看，公司长期偿债能力良好。

综合考虑公司股东背景、行业地位及行业未来发展趋势，公司整体偿债能力极强。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保余额合计 134.84 亿元，担保比率 11.31%，对外担保

比率一般，公司对外担保对象主要是陕西延长中煤榆林能源化工有限公司和中天合创能源有限责任公司。

公司对陕西延长中煤榆林能源化工有限公司担保金额大。陕西延长中煤榆林能源化工有限公司为公司联营企业，注册资本 127.31 亿元，截至 2018 年底，公司持股比例为 19.05%，注册地为陕西省榆林市靖边县张家畔镇河东榆林炼油厂。该公司主要经营煤化工业务，2018 年实现营业收入 122.35 亿元，净利润 11.33 亿元。

公司对中天合创能源有限责任公司担保金额大。中天合创能源有限责任公司由公司与中国石油化工股份有限公司以及其他 3 家公司共同出资设立，注册资本 175.16 亿元，截至 2018 年底公司持股比例为 38.75%，注册地在内蒙古鄂尔多斯市。该公司主要经营煤化工业务。2018 年实现营业收入 122.35 亿元，实现净利润 11.33 亿元。

总体看，公司对外担保比率一般，主要被担保企业为公司联营企业。目前被担保企业生产经营情况正常。

表 12 截至 2019 年 9 月底公司对外担保情况（单位：万元）

序号	担保方	被担保方	担保金额	担保起止日	被担保主体经营情况
1	中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	1275.00	2008.3.28-2022.12.20	正常经营
2	中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	13075.50	2008.3.28-2023.12.20	正常经营
3	中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	9981.10	2008.3.28-2023.12.20	正常经营
4	中国中煤能源股份有限公司	华晋焦煤有限责任公司	2125.00	2012.11.21-2027.11.20	正常经营
5	中国中煤能源股份有限公司	陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	145585.59	2013.4.28-2025.4.28	正常经营
6	中国中煤能源股份有限公司	陕西延长中煤榆林能源化工有限公司	43243.50	2018.12.19-2035.12.18	正常经营
7	中国中煤能源股份有限公司	中天合创能源有限责任公司	1081589.99	2016.5.25 至担保协议约定条件满足日	正常经营
8	上海大屯能源股份有限公司	丰沛铁路股份有限公司	1347.78	2013.11.21-2024.4.20	即将投入运营
9	中煤陕西榆林能源化工有限公司	延安市禾草沟煤业有限公司	5000.00	2015.11.29-2025.9.1	正常经营
10	中煤陕西榆林能源化工有限公司	延安市禾草沟煤业有限公司	20000.00	2018.2.26-2025.2.2	正常经营
11	中煤陕西榆林能源化工有限公司	陕西靖神铁路有限责任公司	25200.00	2018.7.26-2045.7.25	基建期
合计			1348423.46	--	--

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，公司共获银行授信额度 2215 亿元，尚未使用额度为 1585 亿元。另外，公司是 H 股和 A 股上市公司。公司直接

和间接融资渠道畅通。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信

用代码: G10110105052762403), 截至 2020 年 1 月 2 日, 公司无已结清和未结清的不良贷款。根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录, 公司无逾期或违约偿付记录, 过往债务履约情况良好。

8. 母公司财务报表分析

2016—2018 年, 公司本部资产总额基本保持稳定, 年均复合增长 2.12%。截至 2018 年底, 公司本部资产总额 1440.97 亿元, 为合并口径资产总额的 54.45%, 同比增长 5.02%, 其中流动资产占 16.20%, 非流动资产占 83.80%; 非流动资产中长期股权投资和其他非流动资产占比高, 截至 2018 年底分别为 918.22 亿元和 226.81 亿元。

2016—2018 年, 公司本部负债总额波动中有所增长, 年均复合增长 4.00%。截至 2018 年底, 公司本部负债合计 688.76 亿元, 为合并口径的 44.73%, 同比增长 10.16%, 其中流动负债占 23.19%, 非流动负债占 76.81%; 有息债务(一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券)金额 595.96 亿元, 其中长期债务占 88.77%。

2016—2018 年, 公司本部营业收入基本保持稳定, 略有波动。2018 年, 公司本部实现营业收入 339.11 亿元, 利润总额 12.20 亿元; 销售商品、提供劳务收到现金 304.18 亿元, 收入实现比 89.70%。公司本部的营业收入主要为与子公司的关联交易往来, 2018 年, 公司本部向子公司销售商品取得收入 235.76 亿元。

2016—2018 年, 公司本部债务负担有所增长。截至 2018 年底, 公司本部资产负债率为 47.80%, 全部债务资本化比率为 44.21%, 本部债务负担继续维持在适宜水平。

总体看, 公司本部资产以长期股权投资和其他流动资产为主, 债务负担适宜。

9. 抗风险能力

基于对公司行业地位和经营状况, 以及未来公司战略的综合判断, 公司整体抗风险能力极强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响
公司拟发行的本期中期票据额度为 20 亿元。截至 2019 年 9 月底, 本期中期票据额度占全部债务的 1.94%, 占长期债务的 3.46%, 对现有债务结构有一定影响。截至 2019 年 9 月底, 公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 56.92%、46.39% 和 32.67%, 不考虑其他因素, 本期中期票据发行后, 上述指标分别上升至 57.23%、46.87% 和 33.42%, 负债水平仍处于合理范围。考虑到本期中期票据发行金额用于偿还有息债务, 公司实际债务负担或低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年, 公司 EBITDA 分别为 140.10 亿元、165.26 亿元和 205.74 亿元, 对本期中期票据的覆盖倍数分别为 7.00 倍、8.26 倍和 10.29 倍。

2016—2018 年, 公司经营活动现金净流量分别为 120.68 亿元、175.52 亿元和 204.14 亿元, 对本期中期票据的覆盖倍数分别为 6.03 倍、8.78 倍和 10.21 倍。

2016—2018 年, 公司经营活动现金流入量分别为 732.56 亿元、969.62 亿元和 1257.08 亿元, 对本期中期票据的覆盖倍数分别为 36.65 倍、48.48 倍和 62.85 倍。

总体看, 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

十、结论

煤炭工业是中国重要的基础产业, 在国民经济中具有重要的战略地位。2016 年以来, 随着煤炭产业“去产能”政策的实施, 煤炭行业集中度不断提高, 竞争格局得到优化, 行业景气度得到提升。

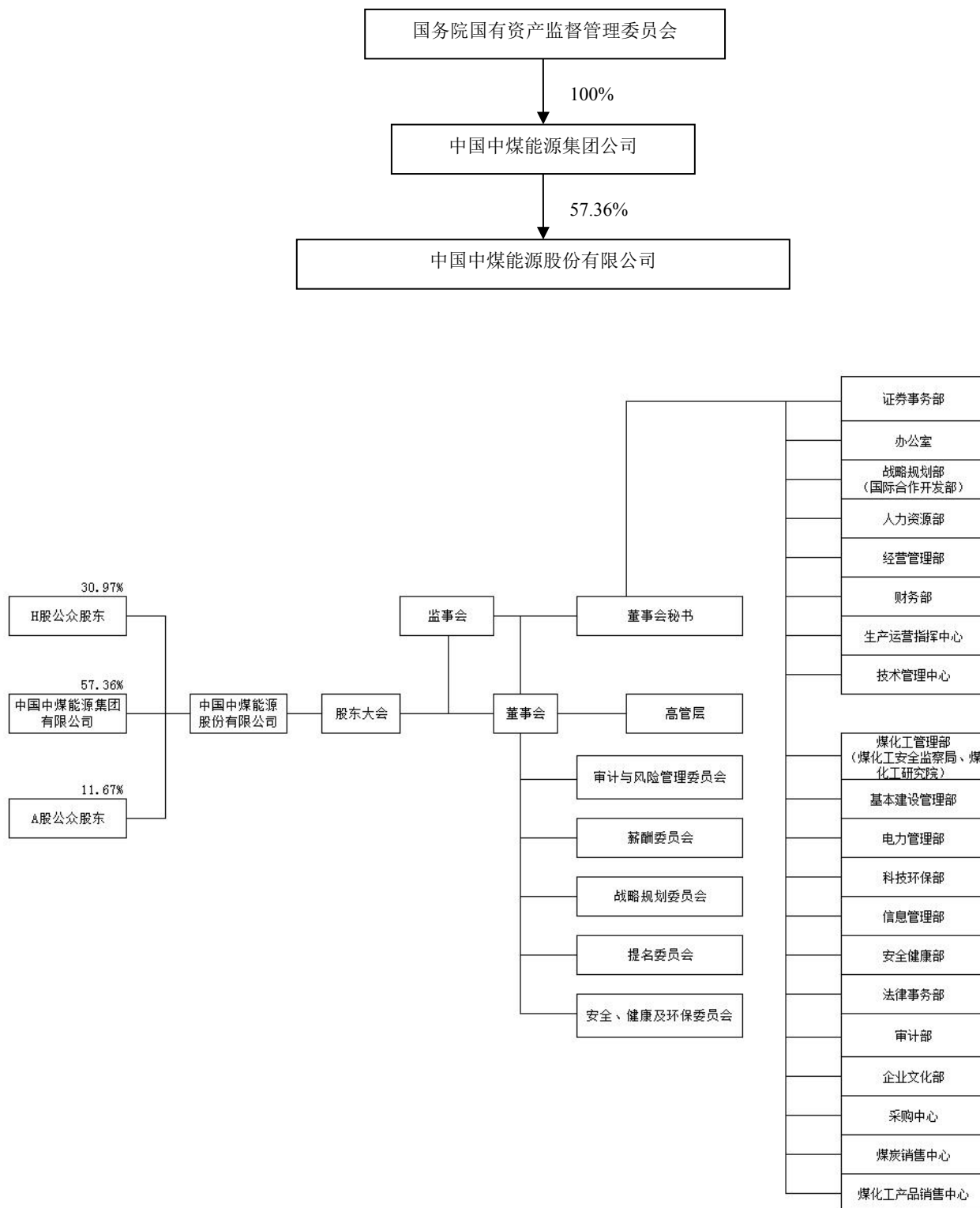
公司是国有大型煤炭生产企业之一, 在资源储备、经营规模和政策支持等方面具有很大竞争优势。煤炭产品销售是公司的主要收入及

利润来源，随着行业景气度的提升，近年来公司营业收入和利润规模不断增长，盈利能力持续增强。

目前公司资产质量良好，债务结构合理，负债水平处于行业内较低水平，公司经营活动现金流和EBITDA对本期中期票据的覆盖程度高。

总体看，公司本期中期票据到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1 公司股权结构图和组织结构图



附件 1-2 截至 2019 年 9 月底，纳入公司合并范围的二级子公司

公司名称	类型	注册地	业务性质	经营范围	持股比例 (%)
中煤平朔集团有限公司	直接控股	山西省朔州市	采掘业	煤炭开采及销售	100.00
上海大屯能源股份有限公司	直接控股	上海市	采掘业	煤炭开采及销售	62.43
中国煤矿机械装备有限责任公司	直接控股	北京市	制造业	煤矿机械的生产、设计、供应及进出口业务	100.00
中煤华晋集团有限公司（原山西中煤华晋能源有限责任公司）	直接控股	山西省太原市	采掘业	煤炭开采及销售	51.00
中煤陕西榆林能源化工有限公司	直接控股	陕西省榆林市	制造业	煤炭开采，洗选和销售及煤化工产品生产及销售	100.00
中煤鄂尔多斯能源化工有限公司	直接控股	内蒙古自治区鄂尔多斯市	制造业	煤化工、建材生产、发电项目筹建、建材及化工产品销售	100.00
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	直接控股	内蒙古自治区鄂尔多斯市	制造业	甲醇及其下游产品的生产与销售	100.00
中煤化(天津)化工销售有限公司	直接控股	天津市	商品流通业	化工品销售	100.00
鄂尔多斯市伊化矿业资源有限责任公司	直接控股	内蒙古自治区鄂尔多斯市	制造业	煤炭开采及销售	51.00
乌审旗蒙大矿业有限责任公司	直接控股	内蒙古自治区鄂尔多斯市	制造业	煤炭开采及销售	66.00
中煤能源黑龙江煤化工有限公司	直接控股	黑龙江省伊兰县	制造业	煤炭生产、加工及贸易，煤气、水、蒸汽的生产及销售	100.00
中煤焦化控股有限责任公司	直接控股	北京市	制造业	焦炭化产品的生产及销售	100.00
大同中煤出口煤基地建设有限公司	直接及间接控股	山西省大同市	制造业	煤炭洗选、加工及销售	60.00
中煤能源新疆煤电化有限公司	直接控股	新疆自治区石河子经济开发区	制造业	煤炭、煤化工、煤焦化、电力、铁路、新能源项目的投资与管理	60.00
乌审旗蒙大能源环保有限公司	间接控股	内蒙古自治区鄂尔多斯市	制造业	塑料原料及再生料、建筑材料、节能环保产品、工业废渣、废料、废气、废水、建筑废料处理	70.00
中煤能源哈密煤业有限公司	直接控股	新疆自治区哈密市	制造业	煤炭、煤化工、煤焦化、电力、铁路、新能源项目的投资与管理	100.00
山西蒲县中煤晋昶矿业有	直接控	山西省临	制造	对煤炭、铁路、新能源的投资与管理、	51.00

限公司	股	汾市	业	矿山机械设备制造与销售	
中国煤炭销售运输有限责 任公司	直接控 股	北京市	商品 流通 业	煤炭批发经营、民用煤炭加工、煤炭中 转储存	100.00
山西中新唐山沟煤业有限 责任公司	直接控 股	山西省大 同市	采掘 业	煤炭开采及销售	80.00
内蒙古中煤远兴能源化工 有限公司	直接控 股	内蒙古自 治区 鄂尔多斯 市	制造 业	化工基地园区基础设施建设、甲醇及其 下游产品的生产与销售，机械设备的销 售	75.00
鄂尔多斯市银河鸿泰煤电 有限公司	直接控 股	内蒙古自 治区 鄂尔多斯 市	制造 业	煤电、煤化工产品制造与销售	78.84
山西蒲县中煤禹硕矿业有 限责任公司	直接控 股	山西省临 汾市	采掘 业	对煤炭、铁路、新能源的投资与管理、 矿山机械设备销售及维修、矿产品开发 及技术咨询服务	63.00
中煤财务有限责任公司	直接控 股	北京市	金融 业	提供贷款、吸收存款	91.00
中国煤炭开发有限责任公 司	直接控 股	北京市	商品 流通 业	煤矿机械设备、仪器仪表的进出口业务	100.00
华光资源有限公司	直接控 股	澳大利 亚 悉尼市	商品 流通 业	煤炭产品的进出口转口和易货贸易	100.00
中煤西北能源有限公司	直接控 股	内蒙古自 治区 鄂尔多斯 市	商品 流通 业	批发煤炭、煤炭制品、焦炭等、铁路运 营、铁路运输	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	220.94	278.59	338.50	388.55
资产总额(亿元)	2418.87	2519.23	2646.58	2766.79
所有者权益(亿元)	1019.88	1064.04	1106.82	1191.91
短期债务(亿元)	287.81	274.12	283.09	452.88
长期债务(亿元)	693.97	715.01	732.28	578.41
全部债务(亿元)	981.78	989.13	1015.37	1027.75
营业收入(亿元)	606.64	815.13	1041.40	942.39
利润总额(亿元)	33.73	58.96	87.92	116.61
EBITDA(亿元)	140.09	165.26	205.74	--
经营性净现金流(亿元)	120.69	175.52	204.14	169.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	4.38	5.38	6.78	--
存货周转次数(次)	5.68	7.35	9.34	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.33	0.40	--
现金收入比(%)	117.86	114.79	115.83	112.95
营业利润率(%)	30.36	28.82	25.52	27.62
总资本收益率(%)	3.63	3.93	4.99	--
净资产收益率(%)	2.88	3.94	5.63	--
长期债务资本化比率(%)	40.49	40.19	39.82	32.67
全部债务资本化比率(%)	49.05	48.18	47.85	46.39
资产负债率(%)	57.84	57.76	58.18	56.92
流动比率(%)	72.56	77.31	80.23	73.33
速动比率(%)	60.53	65.37	68.29	64.58
经营现金流动负债比(%)	19.65	27.37	29.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.44	3.19	3.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.01	5.99	4.94	--

注：2019年前三季度财务报表未经审计；其他流动负债中的有息部分计入短期债务；2016和2017年度财务数据采用相应下一年度财务报告期初数据

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	69.36	86.18	104.09	156.23
资产总额(亿元)	1381.63	1372.08	1440.97	1447.22
所有者权益(亿元)	744.86	746.87	752.21	745.66
短期债务(亿元)	81.90	59.66	66.90	299.17
长期债务(亿元)	393.29	445.16	529.06	347.35
全部债务(亿元)	475.19	504.82	595.97	646.52
营业收入(亿元)	352.17	376.03	339.11	269.04
利润总额(亿元)	-0.96	2.13	12.20	2.80
EBITDA(亿元)	-0.96	2.13	12.20	--
经营性净现金流(亿元)	18.65	12.42	-2.71	14.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.50	13.69	5.34	5.62
存货周转次数(次)	48.32	55.75	68.78	66.32
总资产周转次数(次)	0.25	0.27	0.24	0.25
现金收入比(%)	121.21	121.67	89.70	113.39
营业利润率(%)	4.54	4.27	4.04	3.96
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	-0.13	0.29	1.62	--
长期债务资本化比率(%)	34.56	37.34	41.29	31.78
全部债务资本化比率(%)	38.95	40.33	44.21	46.44
资产负债率(%)	46.09	45.57	47.80	48.48
流动比率(%)	102.24	124.15	146.16	71.77
速动比率(%)	98.54	122.00	142.68	70.41
经营现金流动负债比(%)	7.66	6.90	-1.69	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2019 年前三季度财务数据未经审计。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 中国中煤能源股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

中国中煤能源股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

中国中煤能源股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对中国中煤能源股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，中国中煤能源股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注中国中煤能源股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现中国中煤能源股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对中国中煤能源股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如中国中煤能源股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对中国中煤能源股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与中国中煤能源股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。